

# 关注明年具备估值吸引力的品种

## 纺织服装行业周报 20191201

### 本周观点

我们判断，10月终端销售受长江以南有暖冬迹象影响，11月下旬虽顺利转冷，但受双十一影响，Q4线下仍不容乐观，预计行业增长在低中单位数。未来投资建议我们分为三条主线：

(1) 关注景气度较高的运动户外、电商行业龙头公司：比音勒芬、南极电商、开润股份；(2) 关注明年有望好于今年、估值切换后估值偏低的品种：歌力思；(3) 关注竣工改善带来的家纺板块机会。

### 行情回顾：跑输大盘 0.25PCT

本周，上证综指下跌 0.46%，创业板指数下跌 0.89%，SW 纺织服装指数下跌 0.71%，SW 纺织服装行业落后大盘 0.25PCT、跑赢创业板 0.18PCT。其中，SW 纺织制造上涨 0.33%、SW 服装家纺下跌 1.17%。目前，SW 纺织服装行业 PE 为 14.19，处于历史底部估值水平。

本周，电商板块表现最好，涨幅达到 3.17%；母婴儿童表现最差，跌幅为 3.34%。个股方面，安德玛、南极电商周涨幅较高。

### 行业表现：1-10 月份网上实物商品零售额累计增速环比放缓 0.7pct；中美贸易磋商获进展，内外棉价齐上涨

1-10 月份网上实物商品零售额实现 65,172 亿元，累计增长 19.8%，增速较 1-9 月下降 0.7pct，对社会消费品零售总额增长的贡献率为 44.2%，拉动社会消费品零售总额增长 3.56pct，占社会消费品零售总额的比重达到 19.5%，与 1-9 月份持平。

截至 11 月 29 日，中国棉花 328 指数价格为 13,092 元/吨，较上周末上涨 42 元/吨。截至 11 月 28 日，CotlookA 指数收盘价为 76.07 美分/磅，较上周末上升 2.13 美分/磅；整体来看，内棉受下游需求疲软影响，小于外棉涨幅，内外棉价差本周缩窄 283 元/吨至 1,308 元/吨。

### 行业新闻

迪生创建：受内地游客减少影响，上半财年净利大跌 10.6%；亚马逊：入驻拼多多，显露在中国市场扩展野心；Yoox：截至 9 月底营业亏损大幅扩大 69%，明年二月退出中国市场；摩凡陀集团：三财季收入下跌 1.6%，未能达到预期销售；NewLook：受暖秋影响，可比销售下跌 7.4%；A&F：受国际业务拖累和暖秋影响，三财季可比销售大跌 8%；CK：中国香港三财季暴跌四成，大中华区市场业绩承压。

### 风险提示

终端销售低迷；库存高企；贸易战恶化风险；系统性风险。

### 评级及分析师信息

行业评级： 推荐

### 行业走势图



证券分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SACNO：S1120519090002

联系电话：010-59775330

## 正文目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 本周观点 .....                                       | 3  |
| 2. 行情回顾 .....                                       | 3  |
| 3. 行业数据跟踪 .....                                     | 5  |
| 3.1. 网上实物零售额比重持续提升，增速同比有所放缓 .....                   | 5  |
| 3.2. 中美贸易磋商获进展，内外棉价齐上涨 .....                        | 5  |
| 4. 行业新闻 .....                                       | 7  |
| 4.1. 迪生创建：受内地游客减少影响，上半财年净利大跌 10.6% .....            | 7  |
| 4.2. 亚马逊：入驻拼多多，显露在中国市场扩展野心 .....                    | 7  |
| 4.3. Yoox：截至 9 月底营业亏损大幅扩大 69%，Yoox 明年二月退出中国市场 ..... | 8  |
| 4.4. 摩凡陀集团：三财季收入下跌 1.6%，未能达到预期销售 .....              | 8  |
| 4.5. NewLook：受暖秋影响，可比销售下跌 7.4% .....                | 9  |
| 4.6. A&F：受国际业务拖累和暖秋影响，三财季可比销售大跌 8% .....            | 10 |
| 4.7. CK：中国香港三财季销售暴跌四成，大中华区市场业绩承压 .....              | 10 |
| 5. 风险提示 .....                                       | 11 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1 纺织服装各细分行业涨跌幅 (%) .....          | 3  |
| 图 2 本周纺织服装行业涨幅前 5 个股 (%) .....      | 3  |
| 图 3 本周纺织服装行业跌幅前 5 个股 (%) .....      | 3  |
| 图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%) ..... | 4  |
| 图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%) ..... | 4  |
| 图 6 本周纺织服装行业市场表现排名 .....            | 4  |
| 图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况 .....      | 4  |
| 图 8 网上实物零售额累计同比增速 (%) .....         | 5  |
| 图 9 中国棉花价格指数 (元/吨) .....            | 5  |
| 图 10 年初至今中国棉花价格指数变动 (元/吨) .....     | 6  |
| 图 11CotlookA 国际棉花指数变动 (美分/磅) .....  | 6  |
| 图 12 中国棉花价格指数与进口棉价格指数之差 (元/吨) ..... | 6  |
| 表 1 各公司最新财报披露情况 .....               | 12 |
| 表 2 重点跟踪公司 .....                    | 13 |

## 1. 本周观点

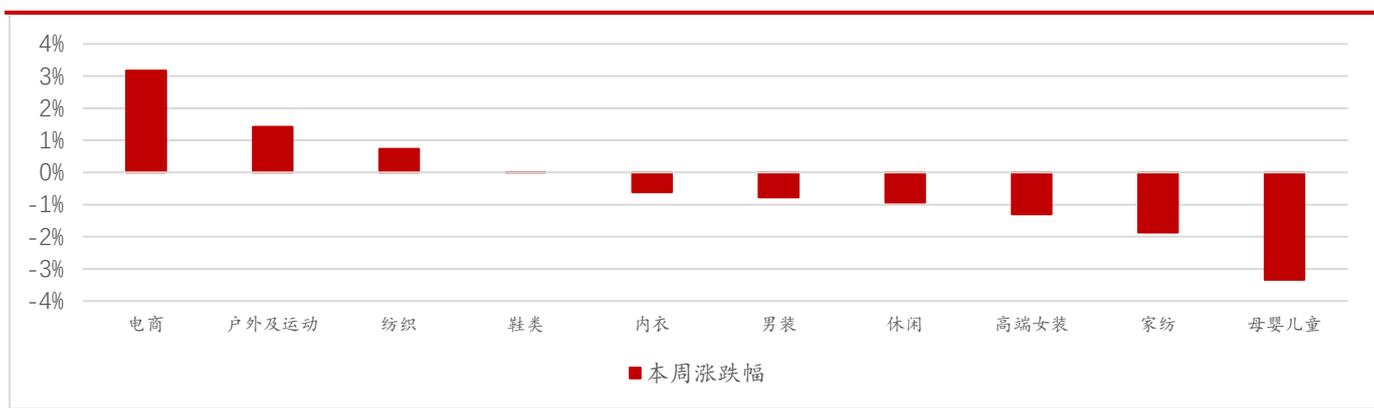
我们判断，10月终端销售受长江以南有暖冬迹象影响，11月下旬虽顺利转冷，但受双十一影响，Q4线下仍不容乐观，预计行业增长在低中单位数。未来投资建议我们分为三条主线：（1）关注景气度较高的运动户外、电商行业龙头公司：比音勒芬、南极电商、开润股份；（2）关注明年有望好于今年、估值切换后估值偏低的品种：歌力思；（3）关注竣工改善带来的家纺板块机会。

## 2. 行情回顾

本周，上证综指下跌0.46%，创业板指数下跌0.89%，SW纺织服装指数下跌0.71%，SW纺织服装行业落后大盘0.25PCT、跑赢创业板0.18PCT。其中，SW纺织制造上涨0.33%、SW服装家纺下跌1.17%。目前，SW纺织服装行业PE为14.19，处于历史底部估值水平。

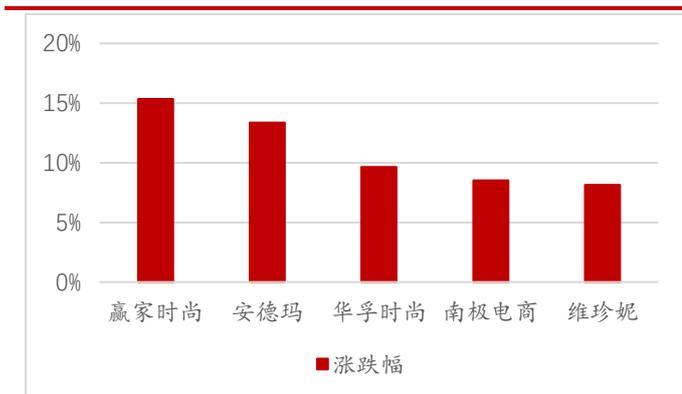
本周，电商板块表现最好，涨幅达到3.17%；母婴儿童表现最差，跌幅为3.34%。个股方面，安德玛、南极电商周涨幅较高。

图1 纺织服装各细分行业涨跌幅（%）



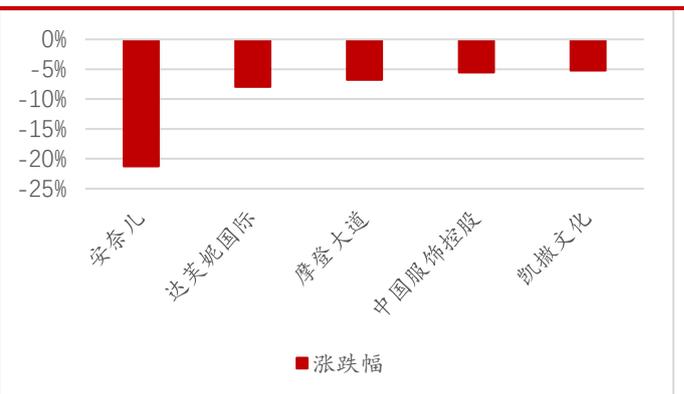
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 本周纺织服装行业涨幅前5个股（%）



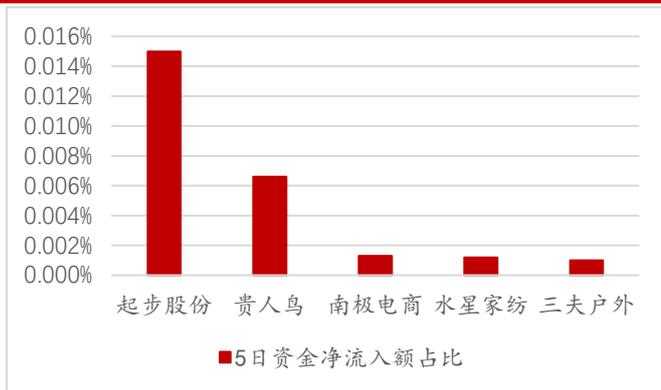
资料来源：wind，华西证券研究所

图3 本周纺织服装行业跌幅前5个股（%）



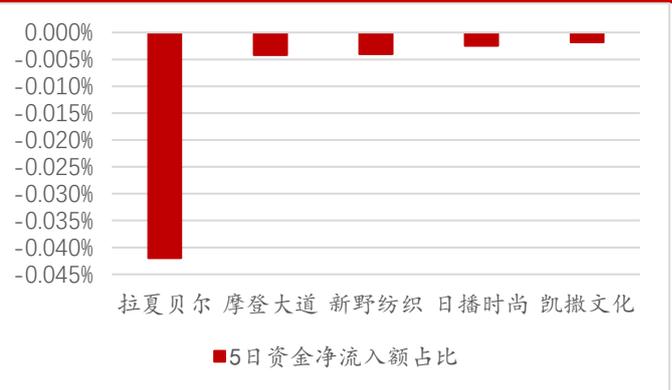
资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 本周纺织服装行业资金净流入占比前 5 个股 (%)



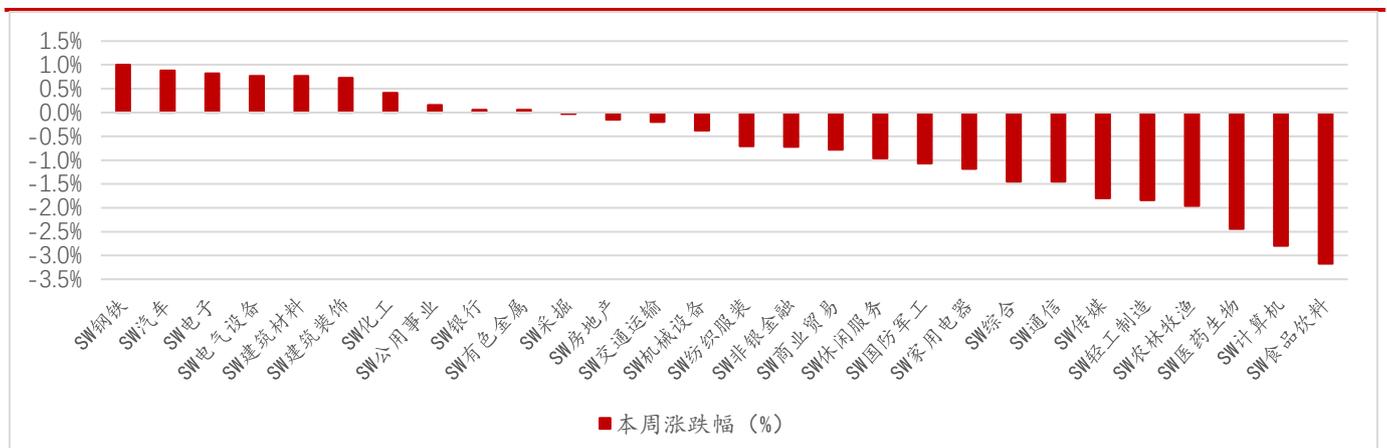
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 本周纺织服装行业资金净流入占比后 5 个股 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 本周纺织服装行业市场表现排名



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 纺织服装行业和沪深 300PE 估值情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3.行业数据跟踪

#### 3.1.网上实物零售额比重持续提升，增速同比有所放缓

1-10 月份网上实物商品零售额实现 65,172 亿元，累计增长 19.8%，增速较 1-9 月下降 0.7pct，对社会消费品零售总额增长的贡献率为 44.2%，拉动社会消费品零售总额增长 3.56pct，占社会消费品零售总额的比重达到 19.5%，与 1-9 月份持平。其中，10 月份网上实物商品零售额实现 7,395 亿元，同比增长 19.2%，增速较上月提升 0.8pct，对社会消费品零售总额增长的贡献率为 46.39%，拉动社会消费品零售总额增长 3.36pct，占社会消费品零售总额的比重达到 19.41%，较上月下降 0.98pct。

图 8 网上实物零售额累计同比增速 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心，华西证券研究所

#### 3.2.中美贸易磋商获进展，内外棉价齐上涨

截至 11 月 29 日，中国棉花 328 指数价格为 13,092 元/吨，较上周末的价格 13,050 元/吨上升 42 元/吨。截至 11 月 28 日，CotlookA 指数收盘价为 76.07 美分/磅，较上周末上升 2.13 美分/磅；整体来看，内棉受下游需求疲软影响，小于外棉涨幅，内外棉价差本周缩窄 283 元/吨至 1,308 元/吨。

图 9 中国棉花价格指数 (元/吨)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 年初至今中国棉花价格指数变动 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 11 CotlookA 国际棉花指数变动 (美分/磅)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 中国棉花价格指数与进口棉价格指数之差 (元/吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 4.行业新闻

### 4.1.迪生创建：受内地游客减少影响，上半财年净利大跌 10.6%

据本土零售观察信息，11月28日，经历零售业的巨大反转，中国香港珠宝钟表及百货零售商迪生创建(0113.HK)中期净利大跌一成。

截至9月底，迪生创建收入下滑6.6%至17.129亿港元，纯利跌幅10.6%至1.190亿港元。

集团在业绩声明中称，报告期初数月，公司于中国香港的销售和溢利均录得显著增长，但是随后零售气氛大逆转，内地客“几乎完全消失”；而中国台湾市场由于毛利率改善及严格控制成本及库存，溢利有16.9%的增幅。

上半财年，去年开始成为集团最大收入来源的美容业务遭遇沉重打击，收入大跌17.6%，由6.348亿港元跌至5.233亿港元；而钟表珠宝部门受益于陆、港消费者持续对名贵腕表的强烈需求，录得32.1%的大幅增长至7.810亿港元，上年同期收入5.912亿港元；时装配饰业务表现最惨，收入由上年同期的5.978亿港元跌至3.890亿港元，跌幅34.9%；证券投资收入则按年增长92.8%至1,962.2万港元，上年同期收入1,017.7万港元。

尽管钟表珠宝收入大增，但是该分部盈利反而录得13.0%的跌幅至1.072亿港元，上年同期盈利1.232亿港元。时装配饰业务和美容业务上半年合共仅能维持盈亏平衡。报告期内中国香港市场业务收入下滑2.9%至14.036亿港元，而中国台湾市场收入下滑12.8%至2.594亿港元。集团于9月19日于太古广场百货业务Harvey Nichols正式开业，为品牌全球首间全新模式旗舰店，该店首次将门店线下产品全部在线上向消费者提供，通过多渠道模式，使该店以一半面积展示多三倍之商品。

展望未来，迪生创建表示对中国香港零售气氛极为悲观，集团之业务已经受到严重影响，销售额下滑、毛利率降低，但固定成本维持非常高的水平；另外，集团预期在可见之未来亚洲及中国内地游客不会重临中国香港，本财年下半年业绩可能会大幅转差。以上因素加上中国香港正处于衰退，前景一片黯淡。不过，迪生创建称，集团拥有17.28亿港元净现金，财务状况强健，集团能籍此优势面对中国香港之衰退和艰难零售环境。

### 4.2.亚马逊：入驻拼多多，显露在中国市场扩展野心

据本土零售观察信息，11月25日，亚马逊周一在拼多多开设海外直邮的快闪店，显示该全球最大在线零售商的中国战略摇摆不定，尽管失意中国市场，但伺机卷土重来之野心不死。周日，路透社援引消息人士对事件进行披露，亚马逊发言人于周一确认此事，并表示，亚马逊将在拼多多开设快闪店至今年年底，为中国消费者提供1,000款价格具备竞争力的产品。

就在消息宣布前，因亏损继续扩大而股价暴跌的Pinduoduo Inc. (NASDAQ:PDD)拼多多于上周五表示将进军“黑色星期五”海淘市场，寄望未来3年引入10,000个国际顶尖品牌，实现以跨境直邮和保税商品为核心的全球购业务年销售额超过2,000亿元。

今年4月，Amazon.com Inc. (NASDAQ:AMZN)亚马逊曾宣布退出中国电商市场，并从7月18日起将关闭Amazon.cn，有意继续在亚马逊上销售的卖家，可以通过亚马逊全球网站来实现这一点。

2015 年诞生的拼多多，是中国电商行业的异类，凭借社交和拼团模式，过去四年间异军突起，先后在用户和季度 GMV 两大核心数方面超越京东，上月底在市值上更是一举超越京东，不过上周在发布季报后，股价暴跌逾两成，市场有所回落，再度落后于京东。至于是否会进一步合作拼多多，甚至战略入股拼多多，亚马逊发言人对此并未评论。

亚马逊目前在美国和印度两大市场一直和沃尔玛展开剧烈的线上和线下竞争。因此，亚马逊若仍然有在中国市场拓展的野心，拼多多无疑是唯一且最适合的选择。

在业绩会上，拼多多创始人黄峥坚定百亿补贴计划，该计划旨在通过对 iPhone 等高端消费品进行大额补贴为拼多多获取一、二线城市的高 AUR 用户，但该计划在三季度同时造成了巨额亏损，不过用户增长则创七个季度来最大。

### 4.3.Yoox：截至 9 月底营业亏损大幅扩大 69%，Yoox 明年二月退出中国市场

据无时尚中文网信息，11 月 25 日，历峰集团(CFR.VX)旗下全球最大奢侈品电商公司 YooxNet-a-Porter (下简称“YNAP”)旗下 YooxSpA 周一宣布将于明年二月底正式关闭中国网站 Yoox.cn。YooxSpA 未就退出中国市场作出解释，不过国际电商，包括奢侈品电商在中国的普遍挫败已经有太多先例。

同属 YNAP 旗下的折扣电商 THEOUTNET 早在 2015 年初就宣布退出中国市场。该平台于 2012 年 3 月正式上线，一年后的 2013 年 3 月 19 日奢侈品电商 Net-a-Porter 中文网站 net-a-porter.com 颇特女士中文网站亦紧跟着上线。

Yoox.cn 正式上线日期为 2012 年 10 月 8 日。

历峰财报显示，在截至 3 月 31 日的 2019 财年，包含 YNAP 和 Watch finder&Co. 的在线分销部门则出现营业亏损 2.64 亿欧元，当中包括并购交易录得的 1.65 亿欧元无形资产摊销，隶属于 YNAP 的 The Outnet 与 Mr Porter 转移全球科技及物流平台也花费了近 1 亿欧元。

该部门 2019 财年为历峰贡献了 21.05 亿欧元销售，而截至 2017 年底的 2017 财年，YNAP 收入 20.91 亿欧元，但由于交易交割日期，两项数据并不具可比性。

本月初，历峰的中期业绩显示，YNAP 和 Watch finder&Co. 截至 9 月底的 2020 财年上半年收入 12.60 亿欧元，固定汇率增幅 28%，但营业亏损大幅扩大 69%至 1.94 亿欧元。巨额亏损之下，Yoox.cn 的关闭以及退出中国市场无疑是目前国际零售商的通用选择。除此之外，历峰集团与阿里巴巴的合资公司在 10 月份亦正式运营。

Yoox.cn 退出中国亦再度显示，尽管中国在线市场拥有全球最多的用户和最高的渗透率，但是在奢侈品加强控制权，尤其是在线控制权的情况下，平台型电商是否还是个好生意值得怀疑，即使奢侈品在线市场仍然整体蓬勃发展，但是路易威登、古驰及两间公司的在线直营策略留给纯电商公司的市场小之又小。

### 4.4.摩凡陀集团：三财季收入下跌 1.6%，未能达到预期销售

据无时尚中文网信息，在发布低于市场预期的三财季业绩后，腕表制造商摩凡陀集团(NYSE:MOV)股价周二暴跌逾两成，再度显示在科技巨头智能腕表的冲击下，传统手表制造商转型困难重重。

截至 10 月 30 日的三财季，摩凡陀收入下跌 1.6%至 2.056 亿美元，固定汇率增幅 0.5%；每股收益由 1.14 美元下滑至 0.76 美元，经调整后由 1.18 美元跌至 0.82 美元。

集团首席执行官 Efraim Grinberg 表示，在增加营销投资的战略转型下，尽管完成了市场份额获取，但是未能达到预期的销售目标。

此前，摩凡陀同行 Fossil Group Inc. (NASDAQ:FOSL)化石集团亦交付了雷同的季度业绩，显示传统中低端腕表在 Apple Inc. (NASDAQ:AAPL)苹果公司 Apple Watch 为主的科技行业制造的智能手表冲击下艰难生存。

自 2015 年苹果公司推出苹果表后，对中低端传统腕表市场造成了巨大的冲击，苹果品牌过去四年已经在腕表市场成长为第一品牌，并将智能腕表市场规模翻倍至 130 亿美元（来源欧睿数据），与此同时，传统的 Swatch、Fossil 等品牌和同名腕表制造集团损失惨重。

本月初，Alphabet Inc. (NASDAQ:GOOG)旗下的 Google LLC 谷歌谷歌以 21 亿美元收购可穿戴设备制造商 Fitbit Inc. (NYSE:FIT)，叫板目前由苹果公司和 Samsung Electronics Co.Ltd. (005930.KS)三星支配的中高端智能穿戴市场。随后，市场爆出 Facebook Inc. (NYSE:FB)脸书同样展开对 Fitbit Inc. 的竞购。

#### 4.5.NewLook: 受暖秋影响，可比销售下跌 7.4%

据无时尚中文网信息，11 月 12 日，完成关店和债务重组后业绩显著改善的英国高街时尚品牌 NewLook 在上半财年再现倒退，管理层再次把原因归咎于消费环境的不确定以及由天气造成的季节性波动。

在截至 9 月 28 日的 2020 上半财年 NewLook 的英国和爱尔兰可比销售按年下跌 7.4%，一季度和二季度的跌幅分别达到 10.1%和 4.6%。今年 4 月就任首席运营官的 House of Fraser 百货前 CEO Nigel Oddy 在财报中强调，NewLook 在 7、8 月份取得了可比销售增长，但 9 月偏暖的初秋天气导致秋冬装销售低迷，Marks & Spencer Group PLC (MKS.L)马莎百货集团和 Next PLC (NXT.L)当地两大服装零售商亦提到暖秋的冲击。

NewLook 中期收入同比下滑 12.9%至 5.238 亿英镑，部分原因在于该品牌通过破产程序“Company Voluntary Agreement（公司自愿协议）”关闭了 98 家门店。经调整 EBITDA 锐减 31.8%至 4,260 万英镑。执行主席 Alistair McGeorge 表示上半财年“我们为了利用维持生存的现金流而最大化销售，却牺牲了 EBITDA”。

根据 Nigel Oddy，过去半年 NewLook 主要专注于加强运营基本面，包括在评估整体产品后把实体和线上产品选择分别削减了 25%和 32%、产品交付周期缩短了 12 天、调整了领导团队、并抽离了快时尚模式。

Global Data 分析师 Sofie Willmott 认为上述措施都不足以帮助 NewLook 从廉价零售商 Primark 和快时尚巨头 Zara 抢回市场份额。再者，她指出 NewLook 产品太“安全”，走上 Marks & Spencer 马莎百货衰退旧路的风险很大。财报显示，NewLook “潮流”“时尚”产品的占比从 2018 年的 75%骤降至今年秋冬系列的 2%，其余产品以符合大众日常需求的核心款式为主。

Primark 的胜利反映在英国政治动荡和经济前景不明朗的时势下消费者对 8 英镑一组三个文胸、10 英镑牛仔裤和 12 英镑短靴的热切需求，在已经结束的 2019 财年该品牌在英国净增加了四家门店，包括位于伯明翰的 1.5 万平方米全球旗舰店。而面对需求减弱、开支上涨和消费习惯的转变，英国高街零售商的倒闭潮愈演愈烈，过去两年 7,500 家商铺陆续腾空，过去一年 8.5 万个零售职位消失，NewLook 也在关店过程中裁减了 1,600 个职位。

Nigel Oddy 表示现在英国消费者需要政治和经济的稳定性，因此预计 12 月 12 日英国大选后消费者信心能有所恢复。目前该品牌在英国和爱尔兰设有大约 520 家门店。

南非富豪 Christo Wiese 在 2015 年通过投资控股公司 BraitSE 斥资 7.8 亿英镑控股 NewLook，今年债务重组后 NewLook 债务从 13.5 亿英镑缩减到 3.5 亿英镑，Brait SE 的持股则稀释到 18%。

#### 4.6.A&F：受国际业务拖累和暖秋影响，三财季可比销售大跌 8%

据无时尚中文网信息，Abercrombie&Fitch Co. 为集团贡献接近 1/3 收入的国际业务继续拖累整体表现，在截至 11 月 3 日的三财季可比销售大跌 8%，较下跌 4% 的一财季和下跌 3% 的二财季的 3% 进一步恶化，首席执行官 Fran Horowitz 在分析师电话会议上透露中国香港、西班牙和法国的社会事件以及英国脱欧都削弱了销情，再者，季中的全球性偏暖天气令外套等秋冬季节性商品滞销。美国本土市场则维持强劲势头，上季实现 3% 的同比增长。

按品牌，最大品牌 Hollister 的全球可比销售下滑 2%，过去八个季度首次录得跌幅，Abercrombie&Fitch 则录得 3% 的涨幅。

Abercrombie&FitchCo. 整体可比销售和 8.635 亿美元的净销售都只能大致持平于去年同期，毛利率也显著收缩 120 个基点至 60.1%。净利润按年暴跌 72.7% 至 652.3 万美元。

三财季因结束部分大型市场的旗舰店而产生 4,500 万美元的开支，截至 11 月 2 日集团在美国和国际市场分别设有 677 家和 204 家门店。Abercrombie&Fitch 品牌的纽约第五大道旗舰店将于明年租约到期后结业，迁到第五大道上 Hollister 旗舰店的原店址。而 Hollister 的曼哈顿旗舰店已经在 9 月落户 Macy's 梅西百货先驱广场旗舰店对面的 34 街店面。

为挑战最大竞争对手 AmericanEagleOutfitters Inc. (NYSE:AE0) 旗下少女内衣品牌 Aerie 而在 2017 年重启的 Gilly Hicks 现已入驻所有 Hollister 门店，Fran Horowitz 指出该品牌继续大幅度的双位数增长。

Fran Horowitz 透露随着季节性天气在 10 月恢复正常，四季度开端强劲，因此对“黑色星期五”感到乐观，并预计美国业务在假日季将继续跑赢国际市场。

关税对四季度及全年商品成本和毛利的负面影响将分别达到 400 万美元和 500 万美元，全年毛利率将被削减 60 个基点。2018 财年进口美国的中国制产品占比为 25%，该集团预计本财年比例将降至 16%，明年将进一步降到 11%-13%。Fran Horowitz 透露她们至今没有提价。

#### 4.7.CK：中国香港三财季销售暴跌四成，大中华区市场业绩承压

据无时尚中文网信息，11 月 26 日，根据 Calvin Klein 在三财季趋向稳定以及 Tommy Hilfiger 持续强劲的势头，美国服装巨头 PVH Corp. (NYSE:PVH) 上调了全年盈利目标。

得益于欧洲稳健的双位数增长，CalvinKlein 三财季收入止住二财季的下跌势头，同比微增 0.5% 至 9.689 亿美元，固定汇率计增幅为 3%，欧洲 10% 的增长以及收购澳洲业务后的额外收入共同抵销了大中华区和北美本土市场的下滑。国际和北美同店销售分别同比减少 2% 和 4%。

Tommy Hilfiger 收入按年上涨 9.8%至 12.439 亿美元，撇除汇率影响后的涨幅为 12%，在欧洲市场的推动下国际净销售和同店销售分别大涨 20%和 8%，北美净销售则因为批发增长被疲软的同店销售所抵销而只能维持持平。

三财季 PVH Corp. 整体收入为 25.877 亿美元，较去年同期 25.245 亿美元增加 2.5%。净利润从去年同期的 2.431 亿美元下跌至 2.092 亿美元。

主席兼 CEO Emanuel Chirico 在财报中表示，当前假日季需继续面对竞争激烈和广泛促销的零售环境，并预计全球宏观经济和地缘政治动荡将继续带来逆风。他在分析师电话会议上指出，三季度同店销售和利润率都令人失望，并预计趋势会延续下去。

Emanuel Chirico 同时透露，占集团超过 1%收入且利润丰厚的中国香港市场三季度销售暴跌四成，对中国香港渗透远高于同行的 Calvin Klein 业务尤其受创，继续对大中华区业绩制造压力。期内集团针对中美紧张关系在内地做了额外的品牌工作，大约一千名到店顾客的小型调查显示他们对 Calvin Klein 和 Tommy Hilfiger 的品牌接受程度不变。“我们没看到中国消费者对美国品牌有任何潜在的负面反应，”他在回答分析师提问时说道。

至于 Calvin Klein 在内地的衰退，Emanuel Chirico 解释，作为当地第一批高端品牌，Calvin Klein 非奢侈品牌的定位以及庞大的销售网络使客流受压，实体同店销售一直未能扭转跌势，即使数字平台呈现强劲增长也不足以抵销实体的下滑。

Emanuel Chirico 又指出，双十一中国销售强劲，Tommy Hilfiger 表现超预期，得益于数字业务的推动中国大陆市场持续好转。

## 5.风险提示

终端销售低迷；库存高企；贸易战恶化风险；系统性风险。

表 1 各公司最新财报披露情况

| 公司名称              | 报告期                         | 收入增速   | 净利增速                        | 大中华区收入增速      |
|-------------------|-----------------------------|--------|-----------------------------|---------------|
| 欧舒丹               | 截至 2020 年上半财季               | 22.1%  | 351.6%                      | 18.3%         |
| 历峰集团              | 截至 2020 上半财季                |        | -69%                        |               |
| 中国动向              | 截至 2019 年 9 月 30 日          | 14.2%  | 36.2%                       |               |
| 宜家公司              | 截至 8 月 31 日<br>2018/2019 财年 | 5.3%   | -10%                        |               |
| RealReal          | 截至 9 月底三财季                  | 55.3%  |                             |               |
| CK                | 截至 2019 年三财季                | 2.5%   | -16.2%                      |               |
| 波司登               | 截至 2019 年 9 月 30 日          | 28.8%  | 36.4%                       |               |
| UrbanOutfitters   | 截至 10 月的三财季                 | 1.4%   | -28.2%                      | -             |
| TJX               | 截至第三财季                      | 6.0%   | 11%                         | -             |
| 威富集团              | 2019 年第二财季                  | 5.4%   | 28%                         | -             |
| 新秀丽国际             | 2019 年第三财季                  | -2.5%  | -27.7%                      | -             |
| 拼多多               | 2019 年第三财季                  | 123%   | -113%                       | -             |
| 京东                | 截至 9 月底三财季                  | 28.7%  | -79.6%                      | -             |
| 沃尔玛               | 2020 年第二财季                  | 2.5%   | 5.4%                        | -             |
| Burberry          | 2020 年上半财年                  | 6.4%   | 5.1%                        | -             |
| 加拿大鹅              | 2019 年第二财季                  | 27.7%  | 21.4%                       | -             |
| Ferragamo         | 截至 9 月底第三财季                 | 2.3%   | -1.5% (EBITDA)              | 2.7%          |
| 裕元集团              | 2019 年 10 月                 | 4.0%   | -                           | 5.1%          |
| NuSkinEnterprises | 2019 年第三财季                  | -12.6% | -                           | -23.2%        |
| StevenMadden      | 2019 年第三财季                  | 8.3%   | -4.7%                       | -             |
| RalphLauren       | 截至 9.28 日第二财季               | 0.9%   | 6.9%                        | 1% (中国内地 22%) |
| KontoorBrands     | 2019 财年第三财季                 | -9.4%  | -79.6%                      | -             |
| 阿里巴巴              | 截至 9.30 日第二财季               | 39.8%  | 288%/40%<br>(GAAP/non-GAAP) | -             |

|                |                   |        |                                    |               |
|----------------|-------------------|--------|------------------------------------|---------------|
| 卡骆驰            | 截至 6.30 日第三财季     | 19.8%  | 240.0%                             | -             |
| ZalandoSE      | 截至 9 月底第三财季       | 26.7%  | -                                  | -             |
| SafiloGroupSpA | 截至 2019 年第三财季     | 2.3%   | -                                  | 3.9%          |
| 阿迪达斯           | 2019 年第三财季        | 9.1%   | 10.4%                              | 11%           |
| Capri          | 2020 财年第二财季       | 15.1%  | -47.10%                            | -             |
| Pandora        | 2019 财年第三财季       | -10%   | -3.8% (EBIT)                       | -             |
| Tapestry       | 2020 财年第一财季       | -2%    | -83.61%/-19.72%<br>(GAAP/non-GAAP) | -             |
| NextPLC        | 2019 年第三财季        | 2.0%   | -                                  | -             |
| Primark        | 截至 9.14 日 2019 财年 | 4.2%   | 8.3%                               | -             |
| Esprit         | 截至 9 月底第一财季       | -14.6% | -                                  | -44.4%/-43.4% |
| HanesBrands    | 2019 财年第三财季       | 1%/2%  | 9.5% (GAAP)                        | -             |

资料来源：各公司公告，华西证券研究所。

表 2 重点跟踪公司

|     | 代码       | 公司名称 | 评级 | 收盘价(元) | 市值(亿元)  | EPS (元) |       | PE    |       |
|-----|----------|------|----|--------|---------|---------|-------|-------|-------|
|     |          |      |    |        |         | 2019E   | 2020E | 2019E | 2020E |
| H 股 | 1234. HK | 中国利郎 | 买入 | 6.32   | 75.68   | 0.72    | 0.80  | 7.88  | 7.09  |
|     | 2331. HK | 李宁   | 增持 | 25.10  | 581.18  | 0.57    | 0.72  | 39.54 | 31.31 |
|     | 2020. HK | 安踏体育 | 增持 | 73.60  | 1988.53 | 2.07    | 2.61  | 31.93 | 25.32 |
| A 股 | 002127   | 南极电商 | 增持 | 11.09  | 272.25  | 0.50    | 0.66  | 22.18 | 16.8  |
|     | 603808   | 歌力思  | 增持 | 12.65  | 42.06   | 1.21    | 1.39  | 10.45 | 9.1   |
|     | 002832   | 比音勒芬 | 增持 | 24.64  | 75.96   | 1.33    | 1.73  | 18.53 | 14.24 |
|     | 300577   | 开润股份 | 增持 | 29.76  | 64.73   | 1.08    | 1.42  | 27.56 | 20.96 |
|     | 002327   | 富安娜  | 增持 | 6.54   | 57.19   | 0.55    | 0.60  | 11.89 | 10.9  |
|     | 002563   | 森马服饰 | 增持 | 9.38   | 253.12  | 0.69    | 0.77  | 13.59 | 12.18 |
|     | 600398   | 海澜之家 | 增持 | 7.68   | 339.46  | 0.81    | 0.87  | 9.48  | 8.82  |

资料来源：wind，华西证券研究所。另注：港股公司收盘价和市值单位为 HKD，其余均为人民币，1 港币=0.898 人民币；收盘价和市值均采用 2019 年 11 月 29 日收盘数据。

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。